



ITALIA  
EXPO MILANO 2015



CONFINDUSTRIA

# Position Paper

## **Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo**

**Osservazioni di  
Confindustria**

1 dicembre 2014

## 1. Premessa

Lo scorso 5 novembre, la Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (di seguito la Consob) ha sottoposto a consultazione pubblica un documento recante proposte di modifica al Regolamento Emittenti (di seguito RE), per dare attuazione, nel rispetto delle deleghe attribuitele, alle nuove norme in materia di voto maggiorato e di voto plurimo introdotte dal Decreto c.d. “Competitività” (DL n. 91/2014, convertito in L. n. 116/2014).

Il documento di consultazione si articola in tre principali ambiti di intervento: *i)* il meccanismo per l’attribuzione della maggiorazione del diritto di voto; *ii)* gli adempimenti pubblicitari relativi agli assetti proprietari; *iii)* i criteri di calcolo delle partecipazioni rilevanti ai fini dell’OPA obbligatoria.

Considerato il potenziale impatto delle novità legislative in commento sul mercato, Confindustria esprime particolare apprezzamento per la scelta della Consob di raccogliere ed esaminare il contributo valutativo degli *stakeholder* e presenta di seguito alcune osservazioni e richieste di chiarimento.

## 2. Maggiorazione del diritto di voto

Il nuovo articolo 127-*quinquies*, comma 2, del TUF attribuisce alla Consob il compito di emanare con regolamento le disposizioni attuative funzionali ad assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l’osservanza delle discipline dell’OPA obbligatoria. Pertanto, la delega di cui alla norma primaria non investe anche il meccanismo di acquisto e di perdita del diritto di voto maggiorato, che invece viene rimesso all’autonomia statutaria.

Ciononostante, la Consob ha optato per un approccio regolamentare, che è condivisibile nella misura in cui sia volto a fissare regole minime, che non pongano oneri ingiustificati a carico degli emittenti ma consentano a questi ultimi di operare all’interno di una cornice di certezza giuridica. Inoltre, l’intervento del regolatore non dovrebbe spingersi fino a colmare quei vuoti normativi che, invece, potrebbero essere superati attraverso l’elaborazione di *standard* di riferimento da parte degli emittenti e delle loro associazioni rappresentative.

Tanto premesso, con riferimento alla maturazione del diritto di voto maggiorato, la Consob propone un meccanismo per il quale: *i)* ai fini

dell'iscrizione nell'elenco previsto dall'articolo 127-*quinquies*, l'azionista deve esibire all'emittente una certificazione rilasciata dall'intermediario ai sensi dell'articolo 83-*quinquies*, comma 3, del TUF e dell'articolo 25 del Regolamento sulla gestione accentrata; *ii*) terminato il periodo di possesso continuato per 24 mesi (o per il lasso temporale più ampio statutariamente previsto) a decorrere dall'iscrizione, ai fini dell'esercizio del diritto di voto maggiorato, l'azionista deve esibire all'emittente analoga certificazione attestante altresì la durata della detenzione delle relative azioni (art. 143-*quater*, co. 1, lett. a) e b), RE).

Sul fronte operativo, il meccanismo proposto non sembra presentare particolari profili di criticità. Sarebbe però preferibile, oltretutto più coerente con le esigenze di fluidità dei flussi informativi, prevedere che quelli relativi sia all'iscrizione in elenco sia all'esercizio del diritto di voto maggiorato si svolgano direttamente tra intermediario ed emittente.

Pertanto, in luogo della certificazione ex articolo 25 del Regolamento sulla gestione accentrata, si dovrebbe optare per una comunicazione da parte dell'intermediario nei confronti dell'emittente ai sensi dell'articolo 23 dello stesso Regolamento.

Inoltre, la Consob propone di prevedere in capo all'intermediario l'obbligo di segnalare all'emittente le operazioni di cessione delle azioni con diritto di voto maggiorato, ai fini degli adempimenti pubblicitari posti a carico dell'emittente medesimo dal comma 4-*bis* dell'articolo 85-*bis* (art. 143-*quater*, co. 1, let. c), RE).

In proposito, si indicano di seguito alcune osservazioni.

Innanzitutto, la Consob dovrebbe chiarire se, decorso il termine di 24 mesi dall'iscrizione nell'apposito elenco in assenza di una segnalazione da parte dell'intermediario circa l'intervenuta cessione delle azioni, la maggiorazione di voto venga attribuita automaticamente.

Infatti, laddove operasse un siffatto automatismo, gli emittenti sarebbero tenuti a: *i*) comunicare al pubblico e alla Consob la modifica dell'ammontare complessivo dei diritti di voto entro 5 giorni dalla fine del mese in cui è avvenuta la scadenza del termine, ai sensi del comma 4-*bis* dell'articolo 85-*bis*; *ii*) aggiornare sul proprio sito *Internet* l'indicazione dell'ammontare di voti spettanti agli azionisti iscritti nell'elenco e titolari altresì di partecipazioni in misura rilevante, ai sensi del comma 2 della bozza di articolo 143-*quater*.

Oltretutto per gli specifici adempimenti pubblicitari degli emittenti, l'eventuale automatismo riveste particolare importanza in quanto si

ripercuoterebbe anche sugli obblighi degli azionisti in materia di assetti proprietari e OPA. Per effetto dello stesso, infatti, potrebbe verificarsi un superamento delle soglie rilevanti ai predetti fini.

Inoltre, tale automatismo dovrebbe essere tenuto in considerazione nella predisposizione di possibili clausole statutarie che contemplino la facoltà, riconosciuta dall'articolo 127-*quinquies*, comma 1, del TUF, di rinunciare irrevocabilmente in tutto o in parte al voto maggiorato.

Se, invece, l'automatismo prospettato non sussiste, potrebbe risultare utile introdurre un'ulteriore comunicazione ex articolo 23 del Regolamento sulla gestione accentrata, che si inserisca tra quella su cui si basa la richiesta di iscrizione nell'apposito elenco e quella che attesta la legittimazione all'esercizio del voto maggiorato in assemblea. Più precisamente, tale comunicazione dovrebbe essere emessa alla scadenza del termine di 24 mesi e consentire il riconoscimento della maggiorazione del diritto di voto, a prescindere dall'esercizio assembleare dello stesso. Ciò al fine di individuare con certezza il momento in cui la maggiorazione di voto viene attribuita, data la rilevanza che il voto maggiorato assume indipendentemente dall'esercizio dallo stesso.

Inoltre, sempre in considerazione dell'obbligo di segnalazione dell'intermediario nei casi di cessione delle azioni con diritto di voto maggiorato, sarebbe opportuno che la Consob chiarisse, anche in sede di esiti della presente consultazione, quali sono le fattispecie di scissione tra titolarità del diritto di voto e titolarità delle relative azioni - alcune menzionate a titolo esemplificativo nel documento - che integrano gli estremi delle operazioni di cessione, con conseguente perdita della maggiorazione del voto.

Infatti, non è auspicabile che ciascun emittente disciplini gli effetti delle predette fattispecie ai fini della maggiorazione del voto e che gli intermediari siano costretti a verificare le previsioni dei singoli statuti in proposito per poter assolvere all'obbligo di segnalazione nei confronti degli emittenti.

Una considerazione, poi, riguarda l'obbligo dell'emittente di pubblicare sul proprio sito *Internet* i nominativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione nell'apposito elenco, nei casi in cui siano già titolari di partecipazioni in misura rilevante (art. 143-*quater*, co. 2, RE). Ci si chiede se, sul piano della trasparenza, possa essere più utile e meno oneroso rendere l'informativa relativa ai soggetti iscritti in elenco titolari di partecipazioni rilevanti nelle forme delle comunicazioni già previste per tali partecipazioni ai sensi dell'articolo 120 del TUF.

### 3. Assetti proprietari

Per effetto della modifica normativa che ha interessato l'articolo 120, comma 1, del TUF, a fronte della previsione della maggiorazione del voto o dell'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale s'intende *il numero complessivo dei diritti di voto*.

Considerato che tale numero subisce variazioni in aumento o riduzione e che esso rappresenta la base di calcolo per le partecipazioni rilevanti, la Consob propone di prevedere l'obbligo per l'emittente di comunicare al pubblico e alla Consob stessa l'ammontare complessivo dei diritti di voto e delle azioni entro cinque giorni dalla fine del mese durante il quale si è verificata una modifica di tale ammontare e, comunque, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea (art. 85, co. 4-*bis*, RE).

In proposito, si ritengono necessarie alcune precisazioni.

In primo luogo, stando alla lettera del nuovo comma 4-*bis*, l'obbligo informativo in capo all'emittente dovrebbe riguardare l'ammontare complessivo, non solo dei diritti di voto, ma anche delle azioni. Tuttavia, il presupposto di tale comunicazione dovrebbe essere l'accertamento di un aumento o una riduzione del numero dei diritti di voto e non anche delle azioni in circolazione, le cui modifiche sono disciplinate dai commi precedenti dello stesso articolo.

Pertanto, la Consob dovrebbe fare chiarezza sul punto.

In secondo luogo, posto che spetta all'emittente accertare l'eventuale variazione del numero dei diritti di voto, si dovrebbe indicare in che modo tale accertamento debba essere condotto. In linea di principio, si ritiene che sia sufficiente che l'emittente provveda ad aggiornare il predetto numero sulla base delle informazioni ricevute.

A fronte delle modifiche all'ammontare complessivo dei diritti di voto, anche i singoli azionisti dovrebbero poi essere tenuti a monitorare e aggiornare le partecipazioni rilevanti dichiarate. Tuttavia, laddove tali partecipazioni siano interessate da variazioni di natura passiva, la Consob propone di introdurre un esonero dai relativi obblighi di comunicazione nei casi di aumento o riduzione in misura maggiore o inferiore al 2% (art. 117, co. 2, RE).

Si ritiene che, non soltanto la proposta della Consob sia condivisibile, ma che l'esonero ipotizzato vada esteso a tutte le variazioni passive delle

partecipazioni rilevanti. Sebbene, infatti, si tenga in conto l'esigenza di garantire la piena trasparenza degli assetti proprietari, sembrerebbe più ragionevole non imporre oneri di monitoraggio e *compliance* a coloro che vedono variare le proprie partecipazioni a causa di eventi non derivanti da un proprio atto di natura volontaria. Considerazione, quest'ultima, che deve poter valere non solo per chi detiene un interesse meramente finanziario al capitale, ma per tutti gli azionisti, i quali potrebbero essere disincentivati a investire in un emittente che abbia adottato il meccanismo della maggiorazione di voto in presenza di obblighi di *disclosure* onerosi e difficili da gestire.

#### 4. Disciplina dell'OPA obbligatoria

Ai sensi della nuovo articolo 106, comma 1, del TUF, l'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria è correlato alla: i) detenzione di azioni con diritto di voto in misura superiore alla soglia del 30% del totale del capitale sociale a seguito di acquisti; ii) disponibilità di diritti di voto in misura superiore al 30% del totale di tali diritti per effetto della maggiorazione di voto.

Sulla base di una prima lettura si potrebbe concludere che il legislatore abbia inteso introdurre una doppia soglia OPA alternativa. Tuttavia, in un'ottica di semplificazione e contendibilità delle imprese, nelle società che prevedono la maggiorazione del voto o consentono l'emissione di azioni a voto plurimo, la Consob propone di considerare per il calcolo delle partecipazioni rilevanti ai fini OPA il solo criterio fondato sulla disponibilità dei diritti di voto sopra la soglia del 30% e non anche quello relativo alla detenzione delle azioni.

Si tratta di un'interpretazione del tutto condivisibile, per cui, per evitare incertezze sul piano applicativo, si dovrebbe provvedere - anche in sede di esiti della consultazione - a rettificare l'esempio proposto a pagina 16 del documento, la cui frase conclusiva dovrebbe essere: *Tizio non è obbligato a lanciare l'OPA.*

Come per gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, anche in questa sede si pone il problema dei superamenti passivi delle soglie previste dall'articolo 106 del TUF, per effetto delle possibili riduzioni del numero totale dei diritti di voto a seguito di rinunce altrui alla maggiorazione ovvero nei casi di cessioni di azioni con voto maggiorato.

In risposta a tale problema, la Consob propone una soluzione articolata: introdurre, nelle società che prevedono la maggiorazione del voto o consentono l'emissione di azioni a voto plurimo, un'esenzione dall'obbligo di OPA in favore dell'azionista che superi passivamente le soglie ex

articolo 106 del TUF, a meno che lo stesso non abbia acquistato una partecipazione superiore alle medesime soglie, calcolata in rapporto al numero totale delle azioni con diritto di voto (art. 49, co, 1, let. d-*bis*, RE).

Sebbene si tratti di una soluzione complessa, e non del tutto coerente con la scelta di attribuire rilevanza unicamente al criterio delle partecipazioni rilevanti ai fini OPA basato sulla disponibilità dei diritti di voto, se ne comprende la *ratio*: fare salva l'esigenza di tutelare gli azionisti di minoranza in presenza di un sostanziale mutamento del controllo.

Pertanto, la soluzione in commento appare condivisibile, purché non venga resa ancora più complessa, con il rischio di disincentivare l'investimento nel capitale di emittenti che abbiano introdotto il meccanismo della maggiorazione di voto.

Inoltre, in un'ottica di contemperamento dei diversi interessi in gioco, andrebbe valutata l'opportunità di introdurre un riferimento temporale utile a circoscrivere la portata dell'obbligo di OPA per l'azionista "passivo". A titolo meramente esemplificativo, infatti, un conto sarebbe il comportamento di chi abbia effettuato l'acquisto nel mese precedente al superamento della soglia relativa ai diritti di voto, altro conto sarebbe l'acquisto effettuato a distanza di diversi mesi se non addirittura di anni.